



信达证券
CINDA SECURITIES

Research and
Development Center

铜矿卧龙，雄踞西部

——西部矿业（601168.SH）深度报告

2020年07月14日

娄永刚 首席分析师

黄礼恒 资深分析师

西部矿业：铜矿卧龙，雄踞西部

2020年07月14日

本期内容提要：

- ◆ **玉龙二期投产在即，铜矿增量较大。**公司现有 5 个铜铅锌矿在产，另有 3 个铁矿和 1 个铜镍矿，主要分布于青海、内蒙、四川及西藏等地，是我国西部高原铜矿龙头企业。2020 年公司计划生产铜精矿 4.95 万吨、锌精矿 16.38 万吨、铅精矿 6.38 万吨、精矿含金 253 千克、精矿含银 134.25 吨、铁精粉 170.8 万吨。公司近几年铅锌矿产量趋于稳定，未来几年增量主要在铜矿。公司原有铜矿产能大概 6 万吨（获各琦 3 万吨、玉龙一期 3 万吨，其中包括 1 万吨湿法冶炼铜），权益产能 4.74 万吨；玉龙二期 10 万吨预计年内投产，投产后铜矿产能将达到 16 万吨，权益产能 10.54 万吨。新增产能达产后，铜矿权益产量至少翻倍，公司业绩有望大幅增长。
- ◆ **冶炼业务或减亏，联营企业止损。**公司冶炼板块长期处于亏损状态，近几年公司通过技术升级、优化工艺，关闭落后产能，积极推动降本增效，冶炼业务亏损有望收窄或扭亏。同时长期拖累公司业绩的两家联营企业也基本止损（一是西钢集团，目前账面净值为 3.94 亿元，且西钢集团主要子公司西宁特钢 2019 年实现净利 0.96 亿元，后期对公司业绩影响有限；二是青投集团，2018 年公司对青投集团减值 25.22 亿元，减值后账面净值为 0，往后不再对公司业绩产生影响，目前青投集团已进入破产重整）。
- ◆ **铜行业：涨价可持续，估值待修复。**3 月底以来铜价上涨幅度超过 30%，目前 SHFE 铜价已高于去年均价 47674 元/吨，铜矿企业盈利将快速恢复并有望实现正增长。疫情冲击下各国进行的逆周期调控导致市场流动性宽松是支撑铜价上涨的主要因素之一，另外二季度企业复产复工加速，叠加下游补库，铜库存出现超预期的去化，支撑铜价上涨。库存是供需的直接反映，智利和秘鲁等铜矿供应国疫情不断扩散导致铜矿供应收缩，叠加美国持续强劲的经济数据以及中国、欧洲等经济的快速恢复，有效带动铜下游需求的同比修复和环比改善，铜库存或继续去化，铜涨价有望持续。另外，铜板块估值目前处于历史最低位（铜板块 PE（TTM）为 32x，位于 2007 年 7 月以来 10% 的分位数；PB 为 1.5x，位于 2007 年 7 月以来 2.3% 的分位数），修复空间较大。
- ◆ **投资建议。**不考虑资产减值，预计 2020-2022 年公司 EPS 分别为 0.43、0.58、0.73 元/股，对应当前股价的 PE 分别为 16x、12x、10x。公司 2021 年 PE 远低于可比公司平均 PE 25.7 倍（2021E），考虑公司未来几年铜矿增量较大且铜锌价格持续上涨，我们上调公司评级至“买入”。
- ◆ **股价催化剂：**铜锌价格上涨、玉龙铜矿二期即将投产、铜锌板块估值修复。
- ◆ **风险因素：**西钢集团继续亏损；公司铜铅冶炼业务继续亏损；玉龙铜矿扩建进度低预期；铜铅锌价格大幅下跌风险。

证券研究报告

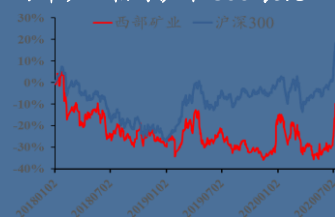
公司研究——深度研究

西部矿业（601168.SH）

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级：增持，2019.08.13

西部矿业相对沪深 300 表现



资料来源：万得，信达证券研发中心

公司主要数据（2020.7.13）

收盘价（元）	7.69
52 周内股价波动区间（元）	5.09-7.69
最近一月涨跌幅（%）	32.6
总股本（亿股）	23.83
流通 A 股比例（%）	100
总市值（亿元）	183

资料来源：信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街 9 号院 1 号楼
邮编：100031

姜永刚 金属&新材料行业
首席分析师

执业编号：S1500520010002

联系电话：+86 10 83326716

邮箱：louyonggang@cindasc.com

黄礼恒 金属&新材料行业
资深分析师

执业编号：S1500520040001

邮箱：huangliheng@cindasc.com

重要财务指标

项目/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
单位：百万元				
营业收入	30566.84	30914.88	32207.78	34293.09
增长率 (%)	6.2%	1.1%	4.2%	6.5%
归母净利润	1007.13	1032.58	1373.40	1750.35
增长率 (%)	148.9%	2.5%	33.0%	27.4%
EPS (元/股)	0.42	0.43	0.58	0.73
市盈率 (P/E)	15.66	16.13	12.13	9.52
市净率 (P/B)	1.57	1.51	1.34	1.17

资料来源：万得，信达证券研发中心预测

注：股价为2020年07月13日

目 录

铜矿卧龙，雄踞西部	错误！未定义书签。
实际控制人为青海省国资委	2
公司铜铅锌产品盈利稳定	3
铜矿有增量，冶炼望减亏	6
公司坐拥西部优质丰富的铜铅锌等矿产资源	6
玉龙二期预计年内投产，铜矿产量有望大增	7
冶炼业务或减亏，联营企业止损	8
铅锌矿保障盈利能力	8
铁矿提供增量	9
钒矿值得关注	9
铜锌行业：涨价可持续，估值待修复	10
铜价连续上涨后已高于 2019 年均价	10
锌预计将维持在 17000 元/吨以上价位	13
盈利预测、估值与投资评级	16
风险因素	17

表 目 录

表 1：西部矿业四大业务板块	3
表 2：公司主要矿山资源情况	6
表 3：公司主要矿产品产量	7
表 4：ILZSG 预测锌供需平衡数据（万吨）	15

图 目 录

图 1：西部矿业股权结构（截止 2020-03-31）	2
图 2：公司营业收入情况	4
图 3：公司归母净利情况	4
图 4：公司经营利润率	4
图 5：公司各产品毛利率	4
图 6：公司主营产品营收结构（万元）	5
图 7：公司主营产品毛利结构（万元）	5
图 8：公司费用率	5
图 9：公司资产负债率	5
图 10：公司铅锌矿产量（万吨）	9
图 11：大梁矿业盈利情况（万元）	9
图 12：2000-2020 年铜价走势（元/吨，美元/吨）	11
图 13：2000-2020 年铜库存水平（吨）	11
图 14：铜板块 PE 估值水平	12
图 15：铜板块 PB 估值水平	12
图 16：2015-2020 年 A 股铜板块盈利情况	13
图 17：2007-2020 年锌价走势（元/吨，美元/吨）	14
图 18：2000-2020 年锌库存水平（吨）	14
图 19：国内锌库存恢复至合理水平	15
图 20：国内锌消费逐步回归	15
图 21：申万铅锌行业 PE 及分位数水平	16
图 22：申万铅锌行业 PB 及分位数水平	16

投资聚焦

核心推荐逻辑

玉龙二期投产在即，铜矿增量较大。公司近几年铅锌矿产量趋于稳定，未来几年增量主要在铜矿。公司原有铜矿产能大概 6 万吨（获各琦 3 万吨、玉龙一期 3 万吨，其中包括 1 万吨湿法冶炼铜），权益产能 4.74 万吨；玉龙二期 10 万吨预计年内投产，投产后铜矿产能将达到 16 万吨，权益产能 10.54 万吨。新增产能达产后，铜矿权益产量至少翻倍，公司业绩有望大幅增长。

铜价上涨可持续，板块估值待修复。铜价持续稳定上涨，目前已高于去年均价 47674 元/吨。疫情冲击下各国进行的逆周期调控导致市场流动性宽松是支撑铜价上涨的主要因素之一，另外二季度企业复产复工加速，叠加下游补库，铜库存出现超预期的去化，支撑铜价上涨。库存是供需的直接反映，智利和秘鲁等铜矿供应国疫情不断扩散导致铜矿供应收缩，叠加美国持续强劲的经济数据以及中国、欧洲等经济的快速恢复，有效带动铜下游需求的同比修复和环比改善，铜库存或继续去化，铜涨价有望持续。另外，铜板块估值目前处于历史最低位（铜板块 PE（TTM）为 32x，位于 2007 年 7 月以来 10% 的分位数；PB 为 1.5x，位于 2007 年 7 月以来 2.3% 的分位数），修复空间较大。

与市场不同之处

长期拖累公司业绩的两大因素逐步消除。公司铜铅锌冶炼板块长期处于亏损状态，近几年公司通过技术升级、优化工艺，关闭落后产能，积极推动降本增效，冶炼业务亏损有望收窄或扭亏。同时长期拖累公司业绩的两家联营企业也基本止损（一是西钢集团，目前账面净值为 3.94 亿元，且西钢集团主要子公司西宁特钢 2019 年实现净利 0.96 亿元，后期对公司业绩影响有限；二是青投集团，2018 年公司对青投集团减值 25.22 亿元，减值后账面净值为 0，往后不再对公司业绩产生影响，目前青投集团已进入破产重整）。

被市场低估的铜锌银矿龙头。公司铜铅锌银矿产量均处于国内龙头地位，玉龙铜矿二期投产后，铜矿产能将达到约 16 万吨，仅次于江西铜业；另外铅锌产量合计超过 22 万吨、银产量超过 130 吨，均排在相应行业前列。但公司目前估值明显被低估，根据我们测算，公司 2021 年 PE 为 12x，远低于可比公司平均 PE 25.7 倍（2021E）。

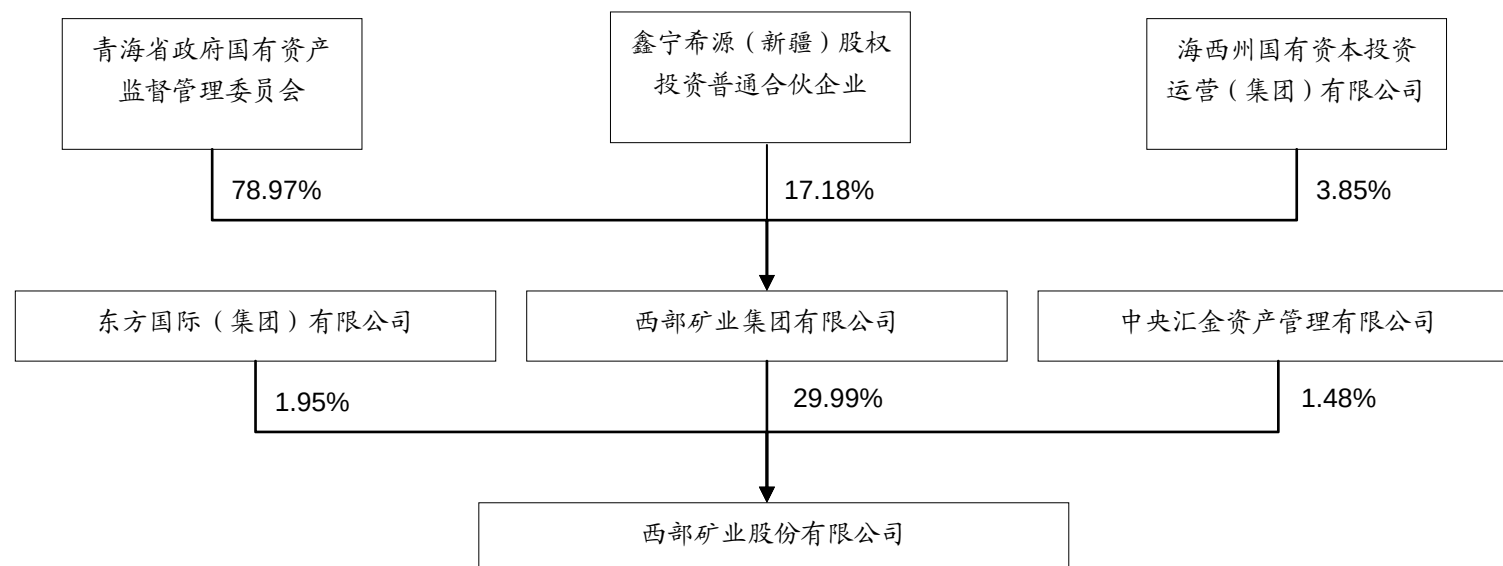
铜矿卧龙，雄踞西部

实际控制人为青海省国资委

公司成立于 2000 年，2007 年在上交所挂牌上市，是一家以矿产资源综合开发为主业的大型矿业公司。公司主要从事铜、铅、锌、铁等基本有色金属、黑色金属的采选、冶炼、贸易等业务，分矿山、冶炼、贸易和金融四大板块经营，其中矿山板块主要产品有铅精矿、锌精矿、铜精矿、铁精粉、球团等；冶炼板块主要产品有锌锭、电铅、电解铜等。

公司控股股东为西部矿业集团，持股 29.99%，实际控制人为青海省国资委。

图 1：西部矿业股权结构（截止 2020-03-31）



资料来源：公司年报，信达证券研发中心

表 1: 西部矿业四大业务板块

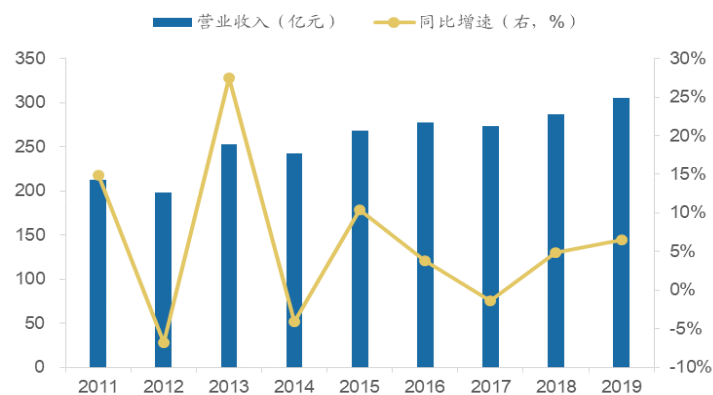
板块	持股 比例	公司名称	主营业务	2019 年 营收 (亿元)	2019 年 净利 (亿元)
矿山板块	100%	锡铁山分公司	锡铁山铅锌矿		
	100%	西部铜业	获各琦铜矿	12.62	3.41
	100%	双利矿业	双利铁矿	4.4	0.36
	100%	肃北博伦	钒铁矿	6.44	0.51
	100%	新疆瑞伦	铜镍矿	1.73	0.38
	76%	鑫源矿业	呷村银铅锌多金属矿	5.98	1.91
	58%	玉龙铜业	玉龙铜矿	11.11	3.70
	54.55%	会东大梁	会东铅锌矿	7.43	3.00
冶炼板块	100%	锌业分公司	锌冶炼		
	100%	青海铜业	铜冶炼	42.82	-1.76
	100%	西部铜材	铜冶炼	26.31	0.00
	92.57%	西豫金属	铅冶炼	21.67	-0.91
贸易板块	100%	西矿香港	贸易	88.25	0.14
	100%	西矿上海	贸易	70.85	-0.03
金融板块	60%	西矿财务	金融服务	3.61	1.83
联营公司	20.36%	青投集团	投资	149.88	-8.90
	28.99%	西钢集团	投资	98.69	-0.16

数据来源: 公司 2019 年报、信达证券研发中心

公司铜铅锌产品盈利稳定

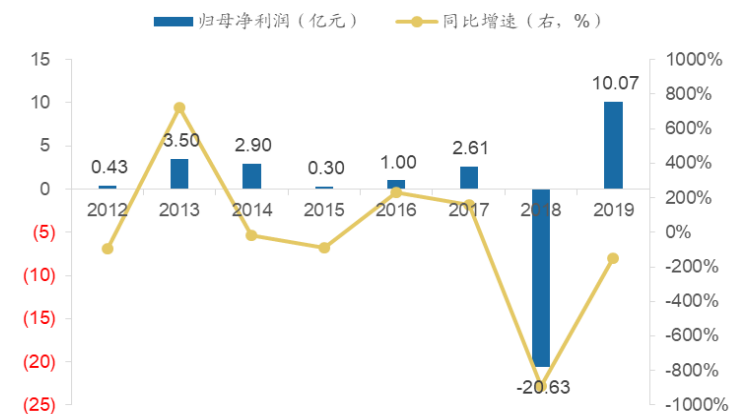
公司过去几年营收呈现稳定增长态势, 但贸易收入占比较高 (2019 年贸易收入占比 53%)。2018 年公司亏损 21 亿元, 主要因为联营公司青投集团亏损等因素导致公司减值 27.68 亿元, 2019 年青投集团账面净值为 0。2019 年公司营收增长 6%, 主要由于金属矿产品产销量有所增加 (铅精矿、锌精矿、铜精矿销量同比分别增长 21%、21%、5%); 归母净利 10 亿元, 实现扭亏。另外, 公司铜产品毛利率较低主要由贸易收入占比高以及冶炼产品亏损导致; 铅锌产品毛利率较高是因为包含了金银副产品。总体来看, 公司近几年综合毛利率呈现上升趋势, 2019 年为 12%。

图 2: 公司营业收入情况



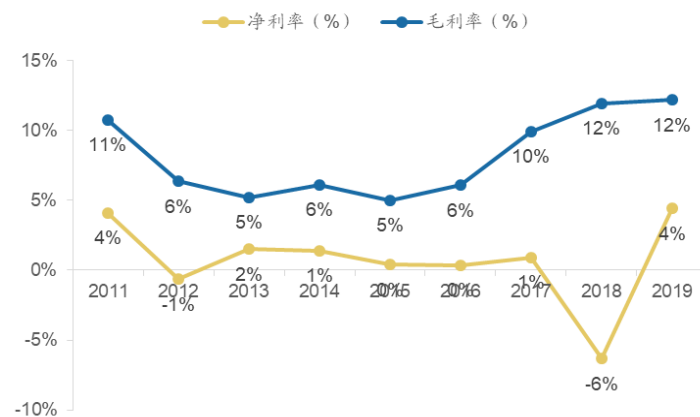
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 3: 公司归母净利润情况



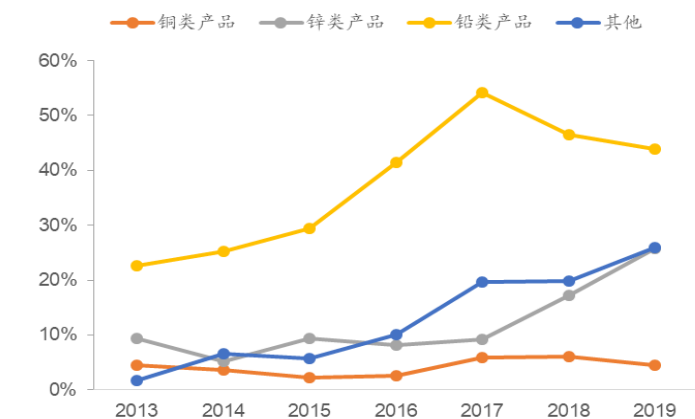
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 4: 公司经营利润率



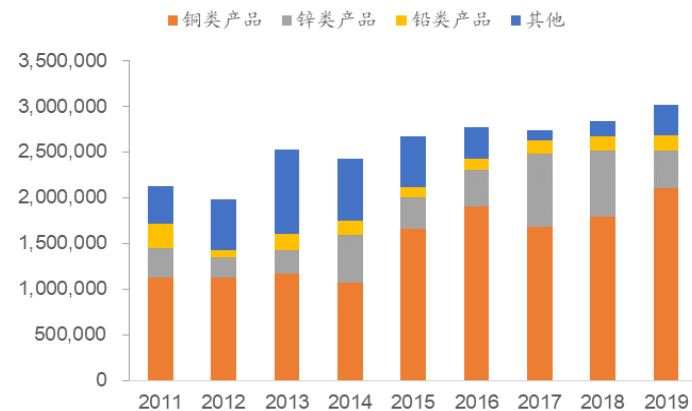
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 5: 公司各产品毛利率



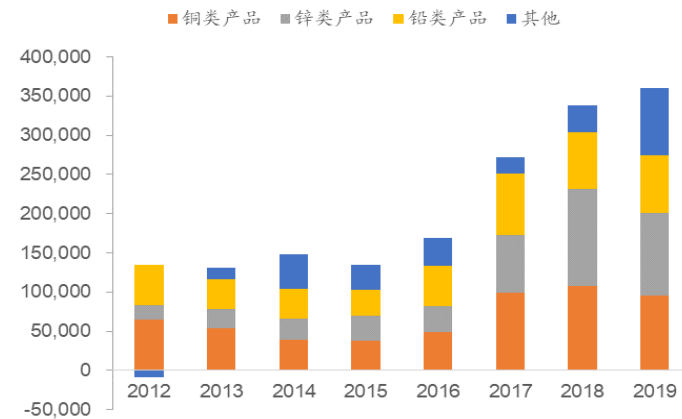
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 6: 公司主营产品营收结构 (万元)



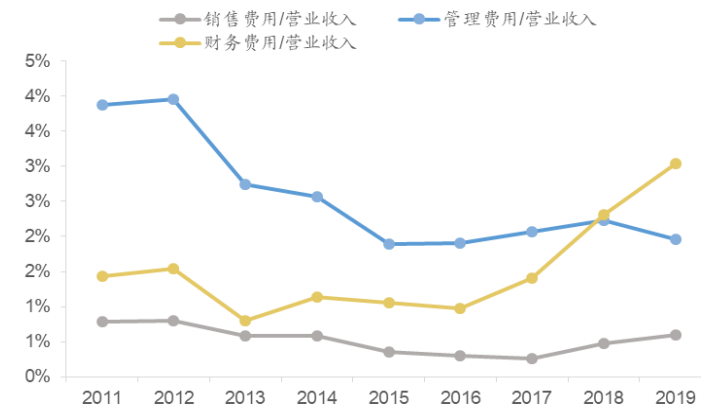
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 7: 公司主营产品毛利结构 (万元)



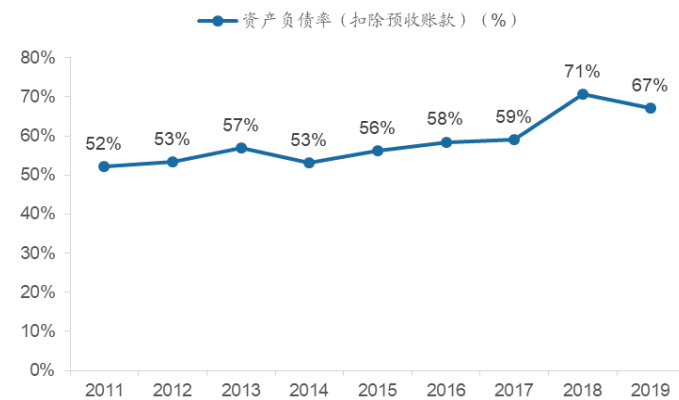
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 8: 公司费用率



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 9: 公司资产负债率



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

铜矿有增量，冶炼望减亏

公司坐拥西部优质丰富的铜铅锌等矿产资源

公司地处西部，产业链完整，自有矿山运行稳健。公司全资持有或控股并经营十二座矿山：青海锡铁山铅锌矿、内蒙古获各琦铜矿、内蒙古双利铁矿、新疆哈密白山泉铁矿、甘肃肃北七角井钒铁矿、青海格尔木磁铁山铁矿、青海格尔木野马泉铁多金属矿、青海格尔木它温查汉西铁多金属矿、四川呷村银多金属矿、四川会东大梁铅锌矿、西藏玉龙铜矿及新疆瑞伦铜镍矿。其中，青海锡铁山铅锌矿是中国年选矿量最大的铅锌矿之一；内蒙古获各琦铜矿是中国储量第六大的铜矿；四川呷村银多金属矿以银铅锌铜富集一体而著称；西藏玉龙铜矿是我国最大的单体铜矿。

截至 2019 年 12 月 31 日，公司总计拥有的有色金属矿产保有资源储量（金属量，非权益储量）为铅 178.09 万吨，锌 327.40 万吨，铜 621.18 万吨，硫 384.82 万吨，钼 36.06 万吨，镍 27.06 万吨，五氧化二钒 58.94 万吨，铁 28,413.6 万吨，银 2,514.42 吨，金 12.75 吨，未来仍有进一步增储潜力。

目前，公司各矿山矿石采选能力：锡铁山矿 150 万吨/年，呷村银多金属矿 80 万吨/年，获各琦铜矿 270 万吨/年，双利铁矿 200 万吨/年，会东大梁铅锌矿 66 万吨/年，玉龙铜矿一期 230 万吨/年，二期建设完成后 1989 万吨/年，哈密白山泉铁矿 140 万吨/年，肃北七角井钒及铁矿 250 万吨/年，哈密黄山南铜镍矿有 111 万吨/年。未来公司将根据各个矿山的资源和运营等情况适时提高各矿山的产能，提升公司业绩。

表 2：公司主要矿山资源情况

主矿种	矿山名称	主要金属	保有储量 (万吨)	品位	采选产能 (万吨/年)	资源剩余开 采年限
铜矿	内蒙古获各琦铜矿	铜	3,897	0.95%	270	> 30
		铅锌	5,094	2.82%		
	西藏玉龙铜矿	铜	84,145	0.68%	1,989	> 40
铅锌矿	青海锡铁山铅锌矿	铅	1362	10.06%	150	10
		锌		10.36%		
	四川呷村银多金属矿	铜	964	0.39%	80	> 20
		银		0.38g/t		
		金				

		银	82.45g/t			
镍矿	四川会东大梁铅锌矿	铅锌	659	9.78%	66	10
	新疆瑞轮铜镍矿	镍铜	8574	0.32%	111	> 50
铁矿	内蒙古双利铁矿	铁	8110	23.93%	200	> 40
	哈密白山泉铁矿	铁	2710	34.81%	140	20
	肃北七角井钒铁矿	铁	8864	31.76%	250	> 30
		钒	6473	0.91%		> 50

资料来源：公司年报，信达证券研发中心

玉龙二期预计年内投产，铜矿产量有望大增

公司近几年铅锌矿产量趋于稳定，未来几年增量主要在铜矿。玉龙铜矿一期有 230 万吨/年矿石处理能力，二期建设完成后将达到 1989 万吨/年矿石处理能力。据公司 2019 年报，公司玉龙铜矿二期力争到 2020 年底试产，届时铜精矿产量将达到 10 万吨/年、钼金属 5800 余吨/年，年内计划完成投资 42.4 亿元。公司原有铜矿产能大概 6 万吨（获各琦 3 万吨、玉龙一期 3 万吨，其中包括 1 万吨湿法冶炼铜），权益产能 4.74 万吨；玉龙二期投产后，铜矿产能将达到 16 万吨，权益产能 10.54 万吨。达产后，铜矿权益产量至少翻倍，业绩有望大幅增长。

表 3：公司主要矿产品产量

矿产品	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020（指引）
铜精矿（万吨）	3.33	4.00	4.32	4.97	4.71	4.91	4.84
锌精矿（万吨）	6.67	6.96	6.69	7.92	13.37	16.30	15.77
铅精矿（万吨）	4.84	4.71	4.46	5.50	5.46	6.96	6.63
精矿含金（千克）	210.22	181.66	206.00	274.00	181.00	178	178
精矿含银（吨）	105.26	101.15	97.03	99.51	106.71	134	134
铁精粉（万吨）					67	167	171

资料来源：公司年报，信达证券研发中心

冶炼业务或减亏，联营企业止损

公司拥有冶炼产能电铅 10 万吨/年（由西豫金属运营）、电解铜 16 万吨/年（青海铜业 10 万吨、西部铜材 5 万吨、玉龙铜矿 1 万吨）、锌锭 10 万吨/年（由锌业分公司运营）。公司冶炼板块长期处于亏损状态，近几年公司通过技术升级、优化工艺，关闭落后产能，积极推动降本增效，冶炼业务亏损有望收窄或扭亏。

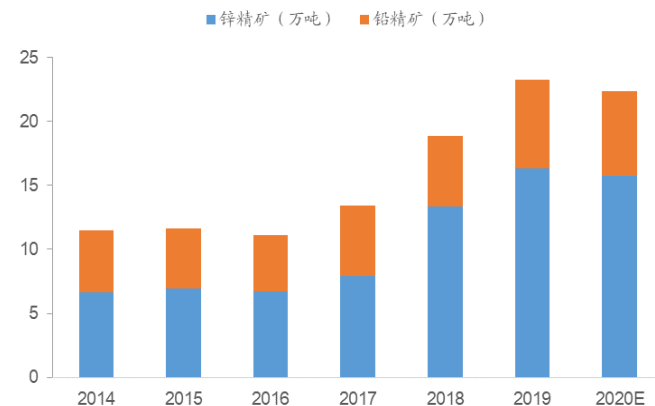
长期拖累公司业绩的两家联营企业也基本止损。一是公司持股 28.99%的西钢集团，目前账面净值为 3.94 亿元，且西钢集团主要子公司西宁特钢 2019 年实现净利 0.96 亿元，后期对公司业绩影响有限。二是公司持股 20.36%的青投集团，2018 年公司计提减值 27.68 亿元，其中青投集团减值 25.22 亿元，减值后账面净值为 0，往后不再对公司业绩产生影响，目前青投集团已进入破产重整。

铅锌矿保障盈利能力

公司拥有锡铁山铅锌矿、大梁铅锌矿和呷村银多金属矿等多座优质铅锌矿山，具有品位高、产量稳步增长、盈利能力强的特征，2019 年公司矿产锌、铅量分别为 16.3 万吨、6.96 万吨，合计超过 23 万吨，位列国内上市公司第四位。锡铁山铅锌矿作为国内老牌铅锌矿山，持续维持稳定的增储空间和产量，2016 年至今铅锌合计产量在 10-11 万吨，平均品位在 10%左右；锡铁山加强深边部找矿研究和勘探力度，增储空间较大，各矿山全新新增矿石储量 750 万吨；根据最新资源状况，锡铁山剩余开采年限约为 10 年，预计随着增储力度的增加，实际开采年限将大幅延长。

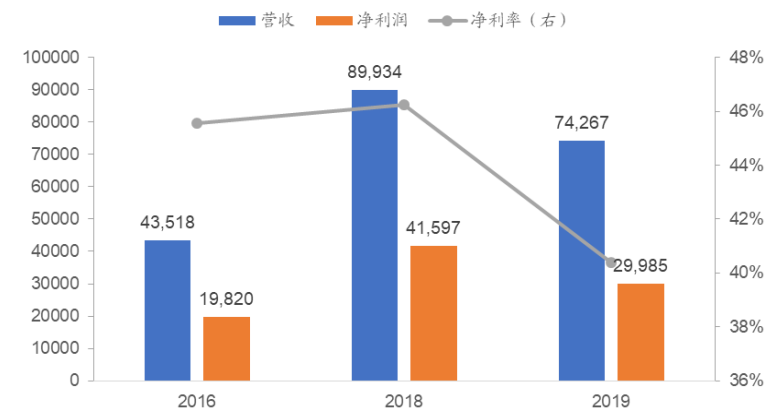
四川会东大梁矿业为 2016 年从集团注入资源，开采成本低、盈利能力较强，即使在 2019 年铅锌价格下降较多的情况下依然维持在 40.4%的净利率。2019 年为降低集团整体资产负债率，公司选择资质优异的大梁矿业进行债转股操作，工银金融和农银金融分别向大梁矿业增资 10 亿元，合计持股 45.45%，后续公司通过发行股份收购资产的形式将该部分股权重新收回。

图 10: 公司铅锌矿产量 (万吨)



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 11: 大梁矿业盈利情况 (万元)



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

铁矿提供增量

公司拥有西北地区优质的铁矿资源, 2018 年有陆续从西宁特钢收购三座铁矿, 现公司铁矿采选能力为双利铁矿有 200 万吨/年、哈密白山泉铁矿有 140 万吨/年、肃北七角井钒及铁矿有 250 万吨/年, 合计 590 万吨。哈密白山泉和肃北七角井在西宁特钢旗下由于资金原因生产有较长时间停止, 预计在公司资金支持下将加快建设、开采进度。三内蒙古双利铁矿、哈密白山泉铁矿、肃北七角井钒铁矿合计矿石储量约 2 亿吨、铁金属储量超过 5500 万吨, 平均品位在 29% 左右。下游需求旺盛, 带动国内铁矿石价格近年来维持在较高水平, 并带动铁矿盈利能力维持在较高水平。2019 年肃北博伦和双利铁矿分别实现营收 64444 万与 43993 万、净利润 5080 万元与 3555 万元。

钒矿值得关注

2018 年 9 月, 公司收购西钢集团持有的肃北博伦 70% 股权, 获得甘肃肃北县七角井钒及铁矿及其完整的生产资质和生产设施。2019 年 8 月, 公司参与竞买甘肃威斯特矿业所持的肃北博伦 30% 股权, 至此, 公司持有肃北博伦 100% 股权。为整合公司现

有石煤发电及钒冶炼产品资源，公司以货币出资 1.7 亿元设立西矿钒科技公司，并吸收合并其参股子公司华泰博伦，意在打造国内先进的钒产业基地，建设完整的钒开发科技产业链。西矿钒科技石煤提钒一期工程已经于 2020 年上半年投产，项目设计年产 98% 偏钒酸铵 1239 吨，产品偏钒酸铵主要用于制取五氧化二钒、陶瓷工业釉料及化学试剂、催化剂、催干剂、媒染剂等。公司目前钒矿保有量达 6473 万吨，品位约 0.91%，可产偏钒酸铵 41.26 万吨。后期随着西矿钒科技项目逐步达产，有望贡献较大业绩。

铜锌行业：涨价可持续，估值待修复

铜价连续上涨后已高于 2019 年均价

3 月底以来，铜价上涨幅度已超过 30%，目前 SHFE 铜价高于去年均价 47674 元/吨。

宏观方面，受疫情冲击，以美国为首的海外国家释放大量流动性支撑实体经济，同时以中国为首的大规模基建投入计划刺激经济，市场流动性宽松是支撑铜价上涨的主要因素之一。

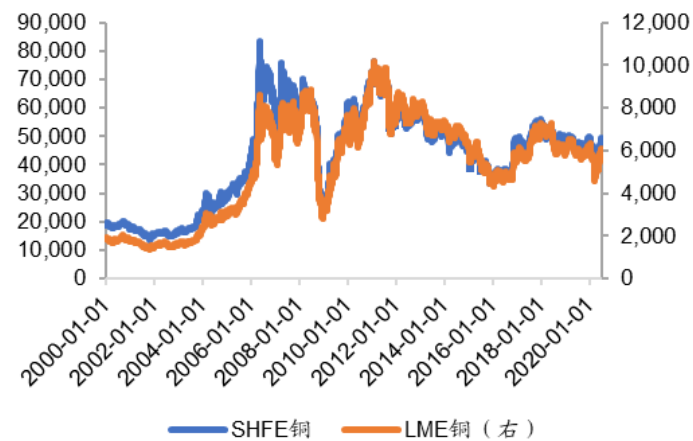
基本面来看，库存是供需平衡表的直接反映，疫情全球扩散导致一季度铜库存快速累积，但二季度随着国内疫情管控减弱，企业复产复工逐渐开启，同时叠加下游开启第二轮补库，国内铜库存出现了超预期的去化，目前沪铜库存已跌破 10 万吨，比去年同期下降 31.53%，创下近五年同期新低。未来随着国内冶炼厂由于多方面原因导致的减产以及国内相对旺盛的需求，库存有望继续下降，对铜价继续形成支撑。

供给端，南美疫情不断的扩散使得铜矿供应受到极大的干扰。智利宣布今年铜矿产量将下滑 20 万吨，另外智利宣布将紧急状态延期至 9 月份，秘鲁也宣布将紧急状态延期至 7 月底，这对铜矿的运输将会产生更大的影响，预计 7、8 月的铜矿也将非常紧张。5 月份从智利、秘鲁进口的铜矿分别环比下滑 17.6% 和 41.3%，预计 6 月、7 月可能还将下降更多。另外，疫情将会导致大型铜矿工人罢工现象频发，同样对供给形成扰动。预计三季度全球铜矿供给端的收缩仍将持续。

需求端，美国 6 月 ISM 制造业 PMI 指数为 52.6，前值为 43.1，其中新订单指数 56.4，前值为 31.8；中国 6 月财新制造业 PMI 指数为 51.2，为今年最高；欧元区 6 月制造业 PMI 指数终值为 47.4，高于前值 46.9。美国持续强劲的经济数据以及中国和欧洲等大型经济体经济的快速恢复，有效带动铜下游需求的同比修复和环比改善。

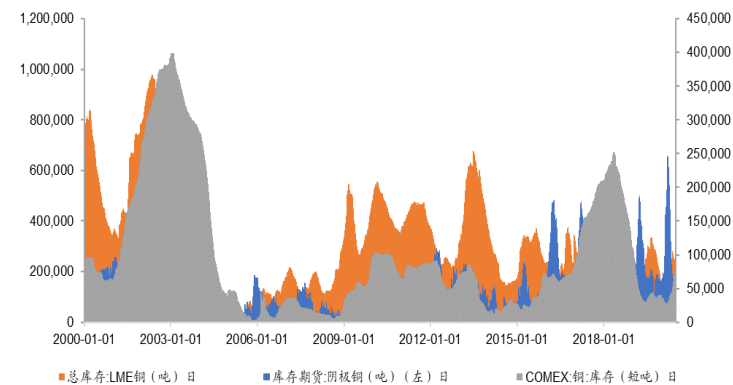
疫情后周期全球经济复苏和通胀预期将是下半年铜价上涨的主要推动因素。

图 12: 2000-2020 年铜价走势 (元/吨, 美元/吨)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

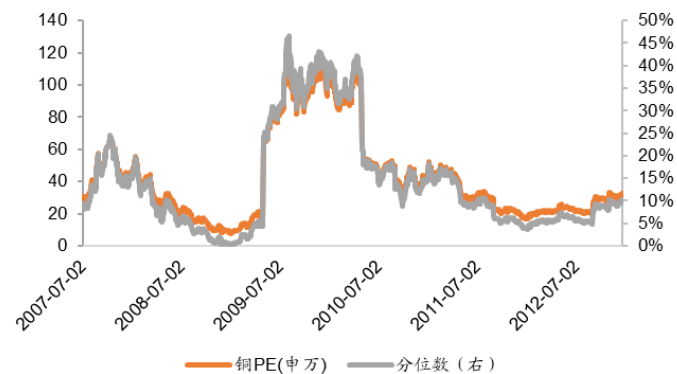
图 13: 2000-2020 年铜库存水平 (吨)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

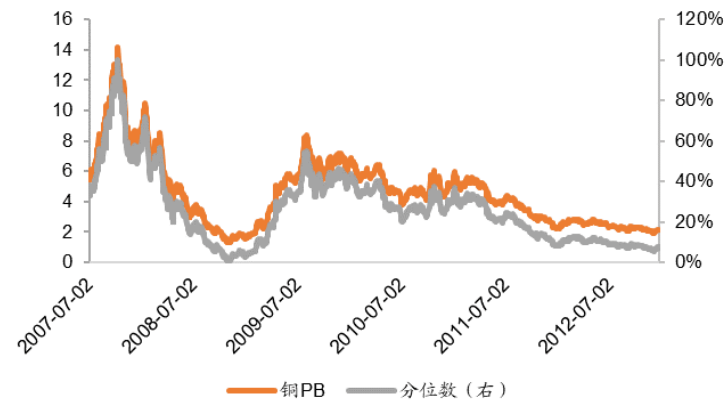
截至7月2日, 铜板块PE (TTM) 为32x, 位于2007年7月以来10%的分位数; PB为1.5x, 位于2007年7月以来2.3%的分位数。铜行业估值整体处于历史底部位置, 具有很大的估值修复空间。

图 14: 铜板块 PE 估值水平



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 15: 铜板块 PB 估值水平



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

2017-2019 年，铜板块盈利整体稳定，且每年 Q1-Q4 呈现逐级增加的特征。2020 年 Q1 受疫情影响，企业整体利润下滑，铜板块归母净利润为 0.58 亿元，同比下降 97%。预计 Q2-Q4 随着铜价上涨，盈利将逐季改善。

图 16: 2015-2020 年 A 股铜板块盈利情况



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

锌预计将维持在 17000 元/吨以上价位

锌价格自 2018 年开始连续下跌，今年疫情加速价格下跌，行业估值水平受到较大压制。4 月份以来国内需求快速恢复，海外供给仍部分受到疫情影响。近期在资金推动下，沪锌跟随铜价格突破 16000-17000 元/吨震荡趋势后大幅上涨至 18000 元/吨以上。

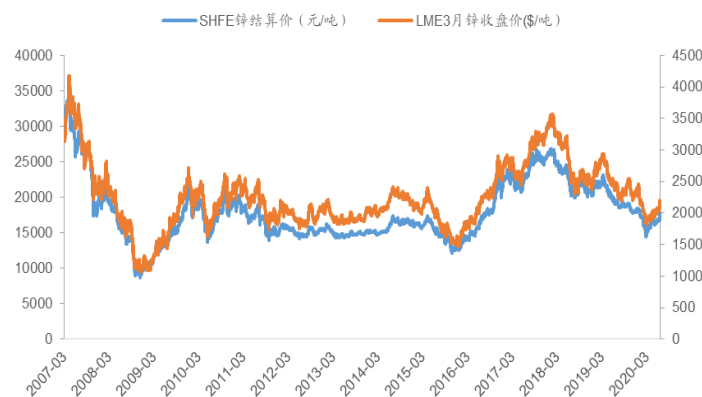
宏观方面，国内经济恢复加速，6 月 PPI 环比+0.4%，结束连续多月的环比下滑；社融数据连续超预期，6 月社融 3.43 万亿，同比多增 8057 亿元，存量社融同比增速上升 12.8%，为 2018 年 3 月以来新高。同时国内流动性维持在较为宽松，信用利差持续收窄，为企业固定资产投资和基建、地产投资提供低利率环境，共同支撑国内锌需求。

供给方面，预计海外主要锌矿山受疫情影响，产量增长将低于预期，供给过剩情况将有所好转。2016-2017 年锌供给短缺较为严重，2018-2019 年随国内外矿山扩建，供给缺口逐步弥补。若无疫情影响，2020 年供需关系预计反转，根据上海有色金

属网 SMM 预测数据，2020 年全球精炼锌将过剩 14 万吨。预计海外主要矿山受疫情影响，扩产进度将低于预期。

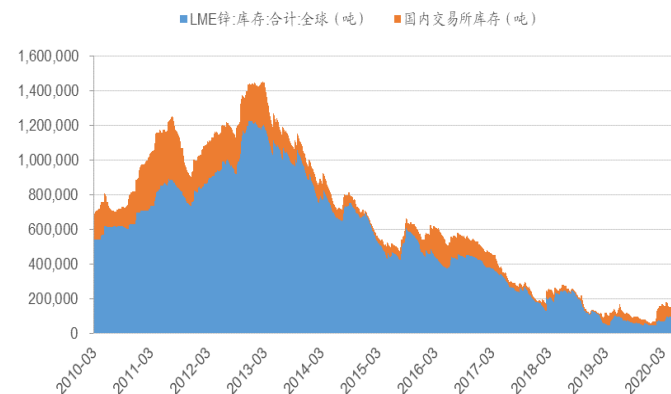
需求方面，国内恢复较快，带来厂库、交易所库存的快速下降，但整体仍维持在相对较弱水平，5 月国内表观消费量为 40.9 万吨，同比下滑 6.72%；从 6 月宏观数据以及水泥、钢铁等行业产销数据来看，锌需求将进一步回暖。

图 17: 2007-2020 年锌价走势 (元/吨, 美元/吨)

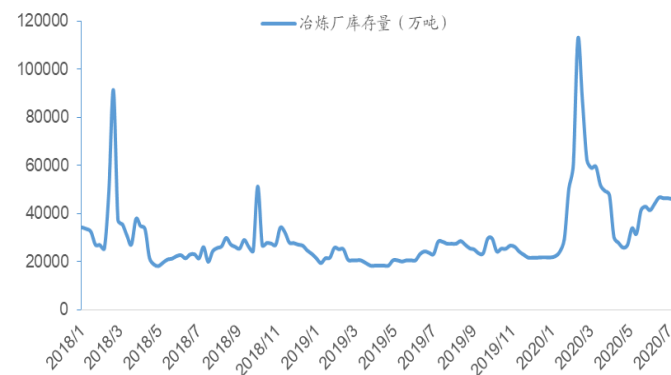


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

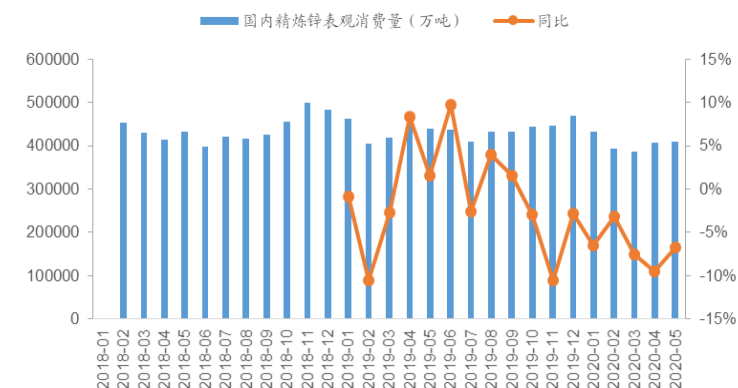
图 18: 2000-2020 年锌库存水平 (吨)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 19: 国内锌库存恢复至合理水平


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 20: 国内锌消费逐步回归


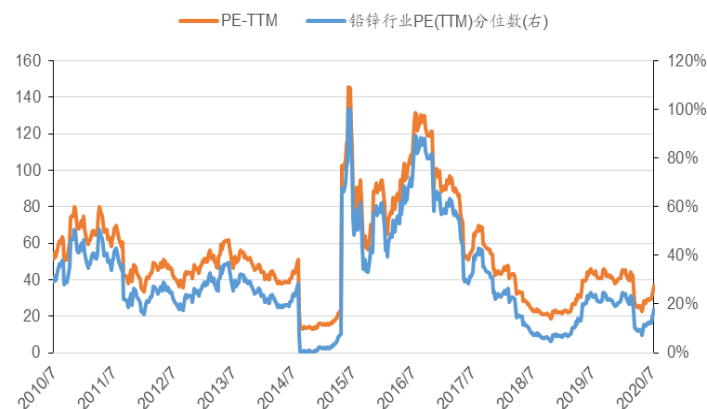
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

表 4: ILZSG 预测锌供需平衡数据 (万吨)

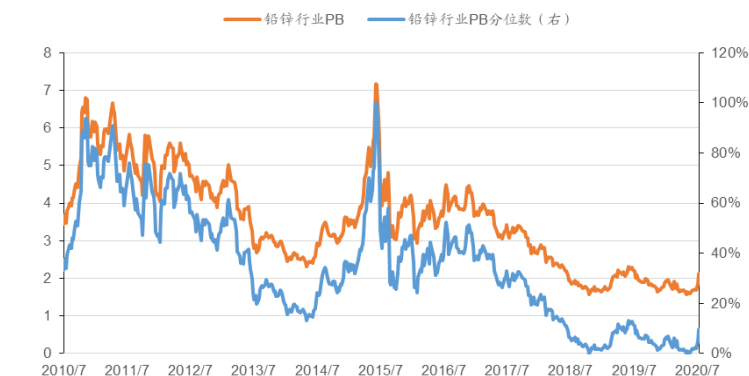
(万吨)	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2019Q1	2020Q1
锌精矿	1362.1	1259.9	1261.4	1276.3	1285.6	298.4	297
精炼锌	1380.2	1355.9	1348.6	1310.2	1349.9	321.2	331.4
锌消费	1362.7	1366.5	1395.3	1364.5	1369.1	320.4	307.4
供给减需求	17.5	-10.6	-46.7	-54.3	-19.2	0.8	24

资料来源: 国际铅锌研究小组, 信达证券研发中心

铅锌行业公司估值在经历超过 2 年的下跌之后处于较低水平, 经过连续两周反弹后 PE (TTM) 仍处于 2010 年以来 20% 以下分位数, 而 PB 分位数仍处于 10% 以下。未来伴随金属价格和股价回升, 行业估值水平有望得到持续修复。

图 21: 申万铅锌行业 PE 及分位数水平


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 22: 申万铅锌行业 PB 及分位数水平


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

盈利预测、估值与投资评级

不考虑资产减值, 预计 2020-2022 年公司 EPS 分别为 0.43、0.58、0.73 元/股, 对应当前股价的 PE 分别为 16x、12x、10x。公司业绩主要来源于铜、铅、锌矿开采销售(贸易板块虽收入占比较高, 但毛利率很低, 对公司业绩影响很小), 未来铜矿有较大增量, 业绩贡献逐步提升, 可比公司选取铜矿主要标的紫金矿业、江西铜业和云南铜业, 其 2021 年平均 PE 为 25.7 倍, 考虑公司未来几年铜矿增量较大且铜锌价格持续上涨, 我们上调公司评级至“买入”。

表 5: 西部矿业可比公司估值表 (2020 年 7 月 13 日)

公司名称	公司代码	业务类型	市值 (亿元)	净利润 (百万元)			市盈率 PE (倍)		
				2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E
紫金矿业	601899.SH	铜金锌采选	1437	4284	4375	6261	27	35	24
江西铜业	600362.SH	铜采选冶	475	2466	1959	2481	24	30	23
云南铜业	000878.SZ	铜采选冶	258	670	724	861	35	36	30

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

备注: 各公司净利来源于 wind 一致预期

风险因素

西钢集团继续亏损；公司铜铅冶炼业务继续亏损；玉龙铜矿扩建进度低预期；铜铅锌价格大幅下跌风险。

利润表 (百万元)

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	30567	30915	32208	34293
%同比增速	6%	1%	4%	6%
营业成本	26843	27283	28132	29551
毛利	3724	3632	4076	4742
%营业收入	12%	12%	13%	14%
税金及附加	371	375	391	416
%营业收入	1%	1%	1%	1%
销售费用	181	183	191	203
%营业收入	1%	1%	1%	1%
管理费用	601	608	633	674
%营业收入	2%	2%	2%	2%
研发费用	123	125	130	138
%营业收入	0%	0%	0%	0%
财务费用	929	852	723	729
%营业收入	3%	3%	2%	2%
资产减值损失	-132	15	15	15
信用减值损失	-51	0	0	0
其他收益	25	26	27	28
投资收益	30	30	32	34
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
资产处置收益	13	13	14	14
营业利润	1404	1573	2095	2673
%营业收入	5%	5%	7%	8%
营业外收支	140	10	10	10
利润总额	1544	1583	2105	2683
%营业收入	5%	5%	7%	8%

资产负债表 (百万元)

	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	7219	0	0	0
交易性金融资产	456	456	456	456
应收账款及应收票据	266	269	280	298
存货	3572	3630	3743	3932
预付账款	521	529	546	573
其他流动资产	4651	4654	4669	4693
流动资产合计	16684	9539	9694	9952
可供出售金融资产				
持有至到期投资				
长期股权投资	1257	1257	1257	1257
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产合计	13214	13546	13879	14211
无形资产	5539	5855	6172	6489
商誉	16	16	16	16
递延所得税资产	686	686	686	686
其他非流动资产	7123	8691	10258	11826
资产总计	44517	39590	41962	44437
短期借款	8671	2282	2652	2510
应付票据及应付账款	2319	2357	2430	2553
预收账款	281	284	296	316
应付职工薪酬	94	96	99	104
应交税费	149	151	157	167
其他流动负债	6549	6586	6657	6776
流动负债合计	18064	11756	12292	12426
长期借款	5853	5853	5853	5853
应付债券	3930	3930	3930	3930
递延所得税负债	284	284	284	284

所得税费用	197	202	269	343
净利润	1347	1381	1836	2340
%营业收入	4%	4%	6%	7%
归属于母公司的净利润	1007	1033	1373	1750
%同比增速	149%	3%	33%	27%
少数股东损益	339	348	463	590
EPS (元/股)	0.42	0.43	0.58	0.73

基本指标

	2019A	2020E	2021E	2022E
EPS	0.42	0.43	0.58	0.73
BVPS	4.21	4.64	5.22	5.95
PE	15.66	16.13	12.13	9.52
PEG	0.11	6.38	0.37	0.35
PB	1.57	1.51	1.34	1.17
EV/EBITDA	7.65	8.36	7.64	6.64
ROE	10%	9%	11%	12%
ROIC	6%	7%	8%	9%

其他非流动负债	1977	1977	1977	1977
负债合计	30108	23799	24335	24470
归属于母公司的所有者权益	10034	11066	12439	14190
少数股东权益	4376	4724	5187	5777
股东权益	14410	15790	17627	19967
负债及股东权益	44517	39590	41962	44437

现金流量表 (百万元)

	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流净额	3875	3467	3758	4273
投资	-294	0	0	0
资本性支出	-2767	-3438	-3438	-3437
其他	-362	30	32	34
投资活动现金流净额	-3423	-3408	-3406	-3403
债权融资	0	0	0	0
股权融资	2000	0	0	0
银行贷款增加 (减少)	15622	-6390	370	-141
筹资成本	-1034	-888	-723	-729
其他	-15527	0	0	0
筹资活动现金流净额	1061	-7278	-352	-870
现金净流量	1514	-7219	0	0

研究团队简介

姜永刚，金属和新材料行业首席分析师。中南大学冶金工程硕士。2008 年就职于中国有色金属工业协会，曾任中国有色金属工业协会副处长。2016 年任广发证券有色金属行业研究员。2020 年 1 月加入信达证券研究开发中心，担任金属和新材料行业首席分析师。

黄礼恒，金属和新材料行业资深分析师。中国地质大学（北京）矿床学硕士，2017 年任广发证券有色金属行业研究员，2020 年 4 月加入信达证券研究开发中心，从事有色及新能源研究。

董明斌，中国科学技术大学物理学硕士，2020 年 4 月加入信达证券研究开发中心，从事建材及钢铁研究。

云琳，乔治华盛顿大学金融学硕士，2020 年 3 月加入信达证券研究发展中心，从事贵金属及小金属研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
华北	袁泉	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张华	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	唐蕾	18610350427	tanglei@cindasc.com
华北	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	张思莹	13052269623	zhangsiying@cindasc.com
华东	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华东	袁晓信	13636578577	yuanxiaoxin@cindasc.com
华南	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南	杨诗茗	13822166842	yangshiming@cindasc.com
华南	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。